

# 吉祥航空 (603885)

证券研究报告

2019年11月09日

## 拟收购母公司持有的东航股权，权益法放大业绩弹性

### 事件

吉祥航空发布公告，拟支付现金 10 亿元收购控股股东均瑶集团持有的吉道航 100%的股权。收购完成后，公司将直接持有东方航空 1.41%股权，并通过全资子公司吉祥香港持有东航 3.16%股权，通过拟新增全资子公司吉道航持有东航 3.60%股权，合计持股比例上升至 8.17%。此次收购还需获得吉祥航空股东会及均瑶集团股东会通过。

### 本次交易利于权益法核算对东航的长期股权投资，放大业绩弹性

本次交易后，公司对东航的直接持股比例达到 8.17%，也为公司未来获得东航董事席位奠定了更坚实的基础，也有利于落实公司参与持东航后的战略构想，推动主业发展。如可顺利驻派董事，将满足公司对东航股权投资的权益法核算诉求。采用权益法核算后，公司的投资收益变动将高度绑定东航净资产变化，因此东航的盈利水平对公司投资收益科目产生重大影响。按照最近一个月 wind 一致预期盈利预测，东航 2020-2021 年归母净利润预期为 73 亿、80 亿，按照 8.17%的持股比例并假定 2020 年全年实现权益法核算，粗略测算 2020-2021 年将为吉祥带来约 6 亿、7 亿元投资收益，利好业绩提升。

### 不排除后续对均瑶集团持有 1.9%的东航股权收购的可能性

2019 年 11 月初东方航空发布公告，均瑶集团及吉道航已经将其持有的吉祥航空股票的表决权全部委托给吉祥航空行使，并明确委托期限为自均瑶集团、吉道航认购取得股份之日起至不再持有本公司股份之日。目前公司全资收购吉道航，因此不排除后续进一步对均瑶集团持有的 1.9%的东航股权进行收购的可能性。

### 持续看好吉祥航空的发展道路

在 B737MAX 停飞、时刻控制等多因素的约束下，伴随着需求回暖，预计整个行业仍将处于高景气区间。公司未来两年继续保持较高增速水平，考虑到随着航线网络的丰富，宽体机投放选择更加灵活，且伴随着民航运价市场化政策的不断突破，预计公司单位收益品质将保持稳定，成本端则受益于宽体机利用效率的提升及政策利好而度过阵痛期，后续将持续优化，拉动业绩不断增长。权益法核算对东航的股权投资后，公司业绩弹性进一步放大，有望超市场预期。

### 投资建议

鉴于公司目前仍尚未使用权益法核算对东航的长期股权投资，且考虑到四季度成本计提的不确定性，相比于三季报点评，我们暂不修改盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 13.7 亿、18.0 亿、20.7 亿，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故，重组风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,411.69	14,366.17	16,955.60	20,381.96	24,471.14
增长率(%)	25.01	15.75	18.02	20.21	20.06
EBITDA(百万元)	2,262.26	2,007.98	2,280.91	3,119.55	3,755.94
净利润(百万元)	1,325.63	1,232.93	1,372.32	1,798.15	2,067.83
增长率(%)	6.13	(6.99)	11.31	31.03	15.00
EPS(元/股)	0.67	0.63	0.70	0.91	1.05
市盈率(P/E)	22.54	24.24	21.78	16.62	14.45
市净率(P/B)	3.45	3.17	2.32	2.03	1.78
市销率(P/S)	2.41	2.08	1.76	1.47	1.22
EV/EBITDA	14.44	13.62	14.34	11.26	9.17

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/航空运输
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	15.2 元
目标价格	16.34 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,966.14
流通 A 股股本(百万股)	1,797.01
A 股总市值(百万元)	29,885.39
流通 A 股市值(百万元)	27,314.60
每股净资产(元)	6.36
资产负债率(%)	55.77
一年内最高/最低(元)	17.80/11.50

### 作者

**姜明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

**曾凡喆** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518110001  
zengfanzhe@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《吉祥航空-季报点评:收益品质坚挺，成本略有抬升，三季度扣非符合预期》 2019-10-31
- 2 《吉祥航空-公司深度研究:回归快车道，吉祥的进击之路》 2019-09-25
- 3 《吉祥航空-半年报点评:收益品质稳中有升，二季度成本压力显著缓解》 2019-09-01

## 、财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,102.97	1,824.58	2,543.34	3,057.29	3,670.67
应收票据及应收账款	258.42	376.06	347.84	(139.11)	(167.02)
预付账款	247.32	524.94	356.95	621.47	620.24
存货	89.75	144.21	94.37	199.25	142.42
其他	1,270.29	2,448.09	1,641.05	2,906.42	2,709.82
<b>流动资产合计</b>	<b>3,968.75</b>	<b>5,317.87</b>	<b>4,983.55</b>	<b>6,645.32</b>	<b>6,976.13</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11,238.61	9,835.22	13,597.90	16,686.97	19,836.55
在建工程	4,023.38	5,063.75	4,482.24	4,432.57	4,310.30
无形资产	101.28	110.59	112.95	115.66	118.84
其他	900.72	1,127.59	1,144.23	1,128.02	1,127.22
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,263.98</b>	<b>16,137.14</b>	<b>19,337.31</b>	<b>22,363.21</b>	<b>25,392.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>20,236.91</b>	<b>21,455.05</b>	<b>24,320.91</b>	<b>29,009.95</b>	<b>32,369.53</b>
短期借款	2,490.08	4,586.48	3,195.33	5,711.57	5,894.84
应付票据及应付账款	1,006.57	1,190.57	1,520.87	1,669.47	2,122.08
其他	2,185.79	2,817.80	3,145.11	2,976.34	3,885.81
<b>流动负债合计</b>	<b>5,682.44</b>	<b>8,594.84</b>	<b>7,861.31</b>	<b>10,357.38</b>	<b>11,902.73</b>
长期借款	4,996.47	2,022.88	2,140.59	2,679.22	2,312.69
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	774.52	1,236.94	1,235.00	1,082.15	1,184.70
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,770.99</b>	<b>3,259.82</b>	<b>3,375.59</b>	<b>3,761.37</b>	<b>3,497.39</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,453.43</b>	<b>11,854.66</b>	<b>11,236.89</b>	<b>14,118.75</b>	<b>15,400.11</b>
少数股东权益	133.22	171.42	178.31	187.35	197.74
股本	1,797.01	1,797.01	1,966.14	1,966.14	1,966.14
资本公积	3,242.36	3,208.44	5,148.37	5,148.37	5,148.37
留存收益	6,838.02	7,627.31	10,939.56	12,737.71	14,805.53
其他	(3,227.14)	(3,203.80)	(5,148.37)	(5,148.37)	(5,148.37)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,783.48</b>	<b>9,600.38</b>	<b>13,084.02</b>	<b>14,891.20</b>	<b>16,969.42</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>20,236.91</b>	<b>21,455.05</b>	<b>24,320.91</b>	<b>29,009.95</b>	<b>32,369.53</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,351.93	1,239.59	1,372.32	1,798.15	2,067.83
折旧摊销	705.30	767.00	987.90	1,254.44	1,542.38
财务费用	291.15	298.80	206.15	232.53	281.51
投资损失	(15.11)	(196.06)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	680.07	153.40	1,704.87	(1,171.50)	1,654.99
其它	(251.99)	(313.82)	(16.68)	12.96	15.63
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,761.35</b>	<b>1,948.91</b>	<b>4,239.56</b>	<b>2,111.59</b>	<b>5,547.33</b>
资本支出	3,009.05	(132.99)	4,173.37	4,449.40	4,470.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(6,218.27)	(4,396.64)	(8,282.67)	(8,740.18)	(9,037.75)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,209.22)</b>	<b>(4,529.64)</b>	<b>(4,109.30)</b>	<b>(4,290.78)</b>	<b>(4,567.43)</b>
债权融资	8,067.65	7,650.68	6,340.92	9,266.59	9,181.58
股权融资	(251.54)	(317.49)	1,898.27	(232.53)	(281.51)
其他	(6,927.31)	(5,273.94)	(7,650.68)	(6,340.92)	(9,266.59)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>888.80</b>	<b>2,059.25</b>	<b>588.51</b>	<b>2,693.15</b>	<b>(366.52)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>440.93</b>	<b>(521.48)</b>	<b>718.76</b>	<b>513.95</b>	<b>613.38</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>12,411.69</b>	<b>14,366.17</b>	<b>16,955.60</b>	<b>20,381.96</b>	<b>24,471.14</b>
营业成本	9,858.80	12,208.01	14,430.84	17,049.28	20,495.17
营业税金及附加	25.90	12.27	15.26	18.34	22.02
营业费用	532.05	598.29	695.18	845.85	1,015.55
管理费用	383.73	415.52	505.28	601.27	721.90
研发费用	0.00	6.61	8.48	20.38	24.47
财务费用	268.77	272.99	206.15	232.53	281.51
资产减值损失	3.10	4.43	(1.01)	0.66	(1.30)
公允价值变动收益	0.00	1.15	(23.57)	3.93	5.24
投资净收益	15.11	196.06	15.00	15.00	15.00
其他	(332.67)	(890.48)	17.15	(37.86)	(40.48)
<b>营业利润</b>	<b>1,656.89</b>	<b>1,541.31</b>	<b>1,086.86</b>	<b>1,632.58</b>	<b>1,932.06</b>
营业外收入	171.65	152.51	754.00	779.00	841.00
营业外支出	2.25	1.31	1.90	2.00	2.10
<b>利润总额</b>	<b>1,826.29</b>	<b>1,692.51</b>	<b>1,838.96</b>	<b>2,409.58</b>	<b>2,770.96</b>
所得税	474.36	452.92	459.74	602.39	692.74
<b>净利润</b>	<b>1,351.93</b>	<b>1,239.59</b>	<b>1,379.22</b>	<b>1,807.18</b>	<b>2,078.22</b>
少数股东损益	26.30	6.66	6.90	9.04	10.39
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,325.63</b>	<b>1,232.93</b>	<b>1,372.32</b>	<b>1,798.15</b>	<b>2,067.83</b>
每股收益(元)	0.67	0.63	0.70	0.91	1.05

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.01%	15.75%	18.02%	20.21%	20.06%
营业利润	36.52%	-6.98%	-29.48%	50.21%	18.34%
归属于母公司净利润	6.13%	-6.99%	11.31%	31.03%	15.00%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.57%	15.02%	14.89%	16.35%	16.25%
净利率	10.68%	8.58%	8.09%	8.82%	8.45%
ROE	15.32%	13.08%	10.63%	12.23%	12.33%
ROIC	12.25%	9.60%	6.80%	8.90%	8.32%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.60%	55.25%	46.20%	48.67%	47.58%
净负债率	67.91%	60.69%	29.02%	41.70%	32.48%
流动比率	0.70	0.62	0.63	0.64	0.59
速动比率	0.68	0.60	0.62	0.62	0.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	51.47	45.29	46.85	195.30	-159.87
存货周转率	157.69	122.80	142.13	138.83	143.24
总资产周转率	0.66	0.69	0.74	0.76	0.80
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.67	0.63	0.70	0.91	1.05
每股经营现金流	1.40	0.99	2.16	1.07	2.82
每股净资产	4.40	4.80	6.56	7.48	8.53
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.54	24.24	21.78	16.62	14.45
市净率	3.45	3.17	2.32	2.03	1.78
EV/EBITDA	14.44	13.62	14.34	11.26	9.17
EV/EBIT	20.13	20.64	25.29	18.84	15.56

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com